

纺织服饰

周专题：Nike FY2026 Q3 营收小幅下滑，库存仍有压力

【本周专题】

Nike FY2026 Q3 营收小幅下滑，APLA 以及大中华区短期库存仍有压力。 Nike 披露 FY2026 Q3 季报（2025 年 12 月~2026 年 2 月），货币中性基础上公司营收同比下降 3%至 113 亿美元（直营下降 7%，批发增长 1%）。由于北美地区关税压力等影响，毛利率同比下降 1.3pcts 至 40.2%，净利润同比下降 35%至 5.2 亿美元。截至 2026 年 2 月末，公司全球库存同比下降 1%至 75 亿美元，库存量也有下降，目前北美市场复苏势头最强，库存结构健康，EMEA 以及大中华区库存去化与业务重塑仍在进行中，公司重申目标在 2026 年自然年底前完成“Win Now”行动，恢复市场健康。

展望 FY2026Q4：Nike FY2026 Q4 收入下降 2%至 4%。其中北美地区预计将保持温和增长；大中华区受主动减产及市场库存清理加速影响，Q4 收入预计将同比下降约 20%。

分地区来看，北美市场复苏势头领跑，大中华区库存去化仍在进行中。

- **北美地区：**货币中性基础上 FY2026 Q3 Nike 品牌北美营收同比增长 3%，其中 Nike Direct 营收下降 5%，批发业务增长 11%。批发端的增长主要由新分销渠道及去年同期较低的基数驱动。从品类看，跑步与全球足球实现双位数增长，篮球增长高单位数，而运动生活品类下降双位数。库存层面，金额同比增长低单位数，但库存单位量同比下降高单位数，库存结构保持健康。
- **EMEA 地区：**货币中性基础上 FY2026 Q3 Nike 品牌 EMEA 营收同比下降 7%，其中 Nike Direct 下降 13%，批发下降 4%。该地区正面临宏观压力及高度促销的市场环境，且客流受到中东局势扰动的影响。尽管跑步品类实现双位数增长，但运动生活品类下滑双位数且售罄率不及预期。库存层面，库存金额同比增长双位数，库存量增长中单位数，预计 Q4 季末库存水平仍将偏高。
- **大中华区：**货币中性基础上 FY2026 Q3 Nike 品牌大中华区营收同比下降 10%，其中 Nike Direct 下降 5%（数字化渠道大降 21%，门店增长 1%），批发下降 13%。Nike 正采取“更加本土化”的策略，将零售门店试点扩大至 100 家，通过优化补货与陈列提升店效。库存层面，大中华区持续推进库存去化，库存金额同比下降中双位数，库存量下降超 20%，公司将继续减少发货量以匹配全价需求，预计清理动作将持续至 FY2027。
- **APLA 地区：**货币中性基础上 FY2026 Q3 Nike 品牌 APLA 营收同比下降 2%，其中 Nike Direct 下降 8%，批发增长 3%。跑步品类依然强劲，实现双位数增长。库存层面，库存金额同比增长高单位数，但库存量实现低单位数下降。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服饰：运动鞋服：2025 年稳健增长，长期赛道投资价值高》 2026-03-31
- 2、《纺织服饰：周专题：Lululemon 发布 FY2025 年报，Q4 表现超公司预期》 2026-03-22
- 3、《纺织服饰：周专题：中国服饰出口 2 月快速增长，部分服饰制造商营收公布》 2026-03-15

【本周观点】

运动鞋服：板块波动环境下经营韧性强，看好长期成长性。2026Q1 我们判断运动鞋服板块整体表现保持稳健增长态势，推荐奥运周期有望迎来品牌力提升的【李宁】，公司近期发布 2025 年年报经营表现超预期，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 28.57 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 17 倍；推荐集团化运营能力卓越的运动鞋服板块优质标的【安踏体育】，我们预计公司 2026 年不考虑一次性利得后归母净利润为 140.53 亿元，对应 2026 年 PE 为 14 倍；关注滔搏、特步国际、361 度。

品牌服饰：关注稳健成长或具备业绩反转逻辑的优质个股。由于春节时间错位及气温扰动影响，我们判断 2026 年 1~2 月服饰品类零售同比稳健快速增长、3 月则环比回落。推荐【比音勒芬】，管理层增持股份彰显业务发展信心，对应 2026 年 PE 为 13 倍；推荐【海澜之家】，2026 年成长业务模块有望加速开店带动收入提速增长，高分红具备吸引力，当前股价对应 2026 年 PE 为 14 倍；推荐【罗莱生活】，我们判断当前公司国内家纺业务运营稳健，若不考虑家具业务潜在的商誉减值风险，我们预计公司 2025 年归母净利润增长 21%至 5.2 亿元，2026 年我们预计公司家纺业务复苏态势持续，当前股价对应 2026 年 PE 为 14 倍。关注水星家纺。

服饰制造：关注国际贸易关系变化，优选龙头制造公司。短期建议关注海外下游消费及国际贸易关系及政策变化风险，基于格局持续优化的逻辑，关注短期订单趋势良好的【伟星股份】，对应 2026 年 PE 为 16 倍；关注估值具备性价比、盈利质量相对较高的【申洲国际】，对应 2026 年 PE 为 11 倍；关注业务规模扩张、盈利能力具备提升空间的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 为 9 倍；关注【华利集团】，公司新客户合作推进顺利、产能加速国际化布局，后续利润率有望逐步环比修复，对应 2026 年 PE 为 14 倍；关注开润股份。

黄金珠宝：2025 年个股基本面/股价表现分化明显，2026 年继续关注强 α 标的。2025 年在金价上涨的背景下黄金珠宝公司业绩分化明显，展望 2026 年我们预计消费者持续加强对于产品设计以及品牌力的关注，具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望跑赢行业，当前推荐产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福】，当前股价对应 FY2026PE 为 15 倍；推荐【潮宏基】，当前股价对应 2026 年 PE 为 12 倍。

【近期报告】

运动鞋服：2025 年稳健增长，长期赛道投资价值高。2025 年安踏体育营收/剔除 2024 年一次性利得后归母净利润同比分别+13.3%/+13.9%至 802.2 亿元/135.9 亿元，李宁营收/归母净利润同比分别+3.2%/-2.6%至 296.0 亿元/29.4 亿元，特步国际营收/归母净利润同比分别+4.2%/+10.8%至 141.3 亿元/13.1 亿元，361 度营收/归母净利润同比分别+10.6%/+14.0%至 111.5 亿元/13.1 亿元，板块公司整体表现稳健。从库存层面来看，我们判断截至 2025 年末各运动品牌渠道库销比基本在 4-5 个月左右，渠道库存质量健康。

申洲国际-点评：行业环境扰动业绩，期待 2026 年效率回升。1) 公司发布业绩公告，2025 年实现主营收入 309.9 亿元 (+8.1%)，其中 H1 同比 +15.3%，H2 同比 +2.2%；归母净利润 58.3 亿元 (-6.7%)，其中 H1 同比 +8.4%，H2 同比 -20.0% (扣除一次性处置使用权资产项目收益影响后同比 -9.8%)。2) 量价拆分：我们根据行业及公司业务情况估计 2025 年公司销量增长 9%/人民币单价略有下降。3) 2025 年合计派息每股 2.58

港元（上一年同期 2.53 港元），派息比例 60.9%，以 2026/3/30 收盘价计算的股息率约为 5.4%。

森马服饰-点评：业绩符合预期，高分红具备吸引力。 1) 2025 全年公司收入为 150.9 亿元，同比+3%；归母净利润为 8.9 亿元，同比-22%；扣非归母净利润为 8.4 亿元，同比-22%。2) 盈利质量：2025 年公司毛利率同比+1.3pct 至 45.1%（我们判断公司终端折扣管理良好）；销售/管理/财务费用率同比分别+2.4/-0.1/+0.3pct 至 28.1%/4%/-0.6%（我们根据业务判断销售费用率增加主要系直营开店带来相关渠道刚性费用增加、线上投流费用增加）；资产减值损失 4.5 亿元（上一年同期 2.9 亿元）；综合以上，2025 年净利率同比-1.9pct 至 5.8%。3) 公司全年拟分红合计 8.08 亿元，股利支付率高达 91%，股息率达 5.5%（2026/3/31 收盘价计算）。

风险提示：消费力疲软及消费环境波动风险，门店扩张不及预期，电商业务建设不及预期，管理层团队优化不及预期，汇率波动风险。

重点标的

股票 代码	股票 名称	投资 评级	EPS（元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2331.HK	李宁	买入	1.17	1.14	1.11	1.26	16.4	16.8	17.3	15.2
2020.HK	安踏体育	买入	5.58	4.86	5.60	5.65	12.7	14.6	12.7	12.5
002832.SZ	比音勒芬	买入	1.37	1.17	1.28	1.40	12.5	14.7	13.4	12.2
600398.SH	海澜之家	买入	0.45	0.45	0.47	0.51	14.4	14.4	13.7	12.7
002293.SZ	罗莱生活	买入	0.52	0.63	0.71	0.80	19.5	16.1	14.2	12.7
002003.SZ	伟星股份	买入	0.59	0.54	0.59	0.66	16.3	17.8	16.3	14.5
2313.HK	申洲国际	买入	4.15	3.88	3.88	4.24	10.0	10.7	10.7	9.8
2232.HK	晶苑国际	买入	0.07	0.08	0.09	0.10	11.0	9.8	8.9	8.0
300979.SZ	华利集团	买入	3.29	2.75	3.06	3.61	13.4	16.1	14.4	12.2
1929.HK	周大福	买入	0.66	0.60	0.77	0.87	17.0	18.7	14.6	12.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所

内容目录

1.本周专题: Nike FY2026 Q3 营收小幅下滑, 库存仍有压力	5
2.本周观点: 推荐运动鞋服优质标的, 关注制造板块投资机会	7
附表: 板块公司 2025 年报披露时间表	9
附表: 板块公司 2026 年一季报披露时间表	10
3.本周行情: 纺织服饰板块跑输大盘	11
4.近期报告	12
4.1 运动鞋服: 2025 年稳健增长, 长期赛道投资价值高	12
4.2 申洲国际-点评: 行业环境扰动业绩, 期待 2026 年效率回升	13
4.3 森马服饰-点评: 业绩符合预期, 高分红具备吸引力	14
5.重点公司近期公告	15
6.本周行业要闻	15
7.本周原材料走势	16
8.风险提示	17

图表目录

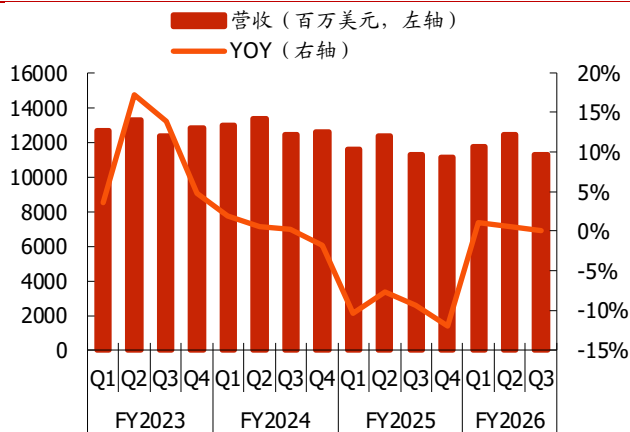
图表 1: Nike 公司 FY2023Q1 ~ FY2026Q3 营收及增速 (百万美元, %, 报表层面)	5
图表 2: Nike 公司 FY2023Q1 ~ FY2026Q3 库存及增速 (百万美元, %, 报表层面)	5
图表 3: Nike 品牌 FY2023Q1 ~ FY2026Q3 分地区营收增速 (% , 货币中性)	6
图表 4: 重点公司估值表 (亿元, %, 倍)	8
图表 5: 板块公司 2025 年报披露时间表	9
图表 6: 板块公司 2026 年一季报披露时间表	10
图表 7: A 股板块行情 (%)	11
图表 8: 纺服标的行情 (%)	11
图表 9: 中国棉花价格指数 328 走势 (元/吨)	16
图表 10: 中国棉花价格指数 237 走势 (元/吨)	16
图表 11: 内外棉价差 (元/吨)	16

1. 本周专题：Nike FY2026 Q3 营收小幅下滑，库存仍有压力

Nike FY2026 Q3 营收小幅下滑，APLA 以及大中华区短期库存仍有压力。 Nike 披露 FY2026 Q3 季报（2025 年 12 月 ~ 2026 年 2 月），货币中性基础上公司营收同比下降 3% 至 113 亿美元（直营下降 7%，批发增长 1%）。由于北美地区关税压力等影响，毛利率同比下降 1.3pcts 至 40.2%，净利润同比下降 35% 至 5.2 亿美元。截至 2026 年 2 月末，公司全球库存同比下降 1% 至 75 亿美元，库存量也有下降，目前北美市场复苏势头最强，库存结构健康，EMEA 以及大中华区库存去化与业务重塑仍在进行中，公司重申目标在 2026 年自然年底前完成“Win Now”行动，恢复市场健康。

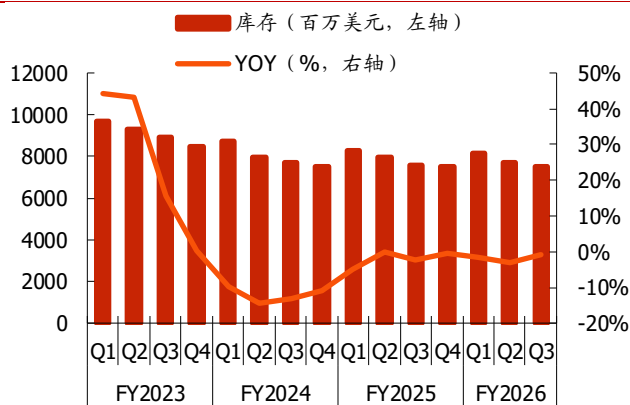
展望 FY2026Q4: Nike 预计 FY2026 Q4 收入下降 2% 至 4%。其中北美地区预计将保持温和增长；大中华区受主动减产及市场库存清理加速影响，Q4 收入预计将同比下降约 20%。

图表1: Nike 公司 FY2023Q1 ~ FY2026Q3 营收及增速（百万美元，%，报表层面）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: Nike 公司 FY2023Q1 ~ FY2026Q3 库存及增速（百万美元，%，报表层面）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

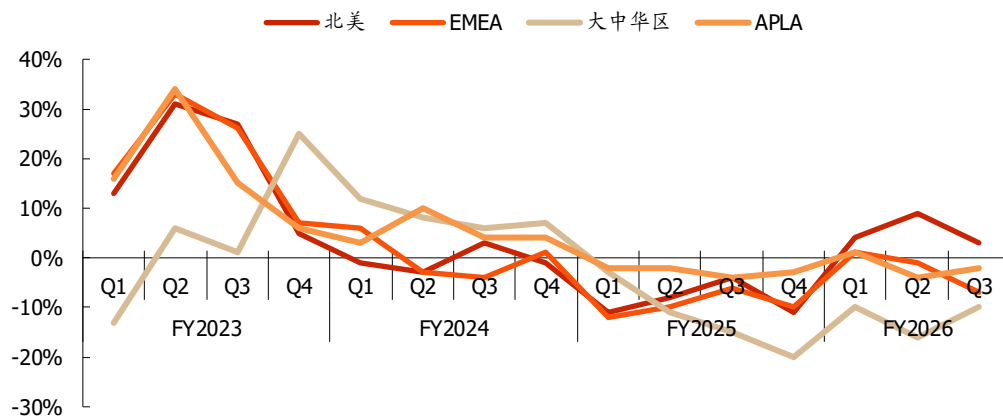
分地区来看，北美市场复苏势头领跑，大中华区库存去化仍在进行中。

- **北美地区:** 货币中性基础上 FY2026 Q3 Nike 品牌北美营收同比增长 3%，其中 Nike Direct 营收下降 5%，批发业务增长 11%。批发端的增长主要由新分销渠道及去年同期较低的基数驱动。从品类看，跑步与全球足球实现双位数增长，篮球增长高单位数，而运动生活品类下降双位数。库存层面，金额同比增长低单位数，但库存单位量同比下降高单位数，库存结构保持健康。
- **EMEA 地区:** 货币中性基础上 FY2026 Q3 Nike 品牌 EMEA 营收同比下降 7%，其中 Nike Direct 下降 13%，批发下降 4%。该地区正面临宏观压力及高度促销的市场环境，且客流受到中东局势扰动的影响。尽管跑步品类实现双位数增长，但运动生活品类下滑双位数且售罄率不及预期。库存层面，库存金额同比增长双位数，库存量增长中单位数，预计 Q4 季末库存水平仍将偏高。
- **大中华区:** 货币中性基础上 FY2026 Q3 Nike 品牌大中华区营收同比下降 10%，其中 Nike Direct 下降 5%（数字化渠道大降 21%，门店增长 1%），批发下降 13%。Nike 正采取“更加本土化”的策略，将零售门店试点扩大至 100 家，通过优化补货

与陈列提升店效。库存层面，大中华区持续推进库存去化，库存金额同比下降中双位数，库存量下降超 20%，公司将继续减少发货量以匹配全价需求，预计清理动作将持续至 FY2027。

- **APLA 地区：**货币中性基础上 FY2026 Q3 Nike 品牌 APLA 营收同比下降 2%，其中 Nike Direct 下降 8%，批发增长 3%。跑步品类依然强劲，实现双位数增长。库存层面，库存金额同比增长高单位数，但库存量实现低单位数下降。

图表3: Nike 品牌 FY2023Q1 ~ FY2026Q3 分地区营收增速（%，货币中性）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2. 本周观点：推荐运动鞋服优质标的，关注制造板块投资机会

运动鞋服：板块波动环境下经营韧性强，看好长期增长性。2026Q1 我们判断运动鞋服板块整体表现保持稳健增长态势，推荐奥运周期有望迎来品牌力提升的【李宁】，公司近期发布 2025 年年报经营表现超预期，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 28.57 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 17 倍；推荐集团化运营能力卓越的运动鞋服板块优质标的【安踏体育】，我们预计公司 2026 年不考虑一次性利得后归母净利润为 140.53 亿元，对应 2026 年 PE 为 14 倍；关注滔搏、特步国际、361 度。

品牌服饰：关注稳健成长或具备业绩反转逻辑的优质个股。由于春节时间错位及气温扰动影响，我们判断 2026 年 1~2 月服饰品类零售同比稳健快速增长、3 月则环比回落。推荐【比音勒芬】，管理层增持股份彰显业务发展信心，对应 2026 年 PE 为 13 倍；推荐【海澜之家】，2026 年成长业务模块有望加速开店带动收入提速增长，高分红具备吸引力，当前股价对应 2026 年 PE 为 14 倍；推荐【罗莱生活】，我们判断当前公司国内家纺业务运营稳健，若不考虑家具业务潜在的商誉减值风险，我们预计公司 2025 年归母净利润增长 21%至 5.2 亿元，2026 年我们预计公司家纺业务复苏态势持续，当前股价对应 2026 年 PE 为 14 倍。关注水星家纺。

服饰制造：关注国际贸易关系变化，优选龙头制造公司。短期建议关注海外下游消费及国际贸易关系及政策变化风险，基于格局持续优化的逻辑，关注短期订单趋势良好的【伟星股份】，对应 2026 年 PE 为 16 倍；关注估值具备性价比、盈利质量相对较高的【申洲国际】，对应 2026 年 PE 为 11 倍；关注业务规模扩张、盈利能力具备提升空间的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 为 9 倍；关注【华利集团】，公司新客户合作推进顺利、产能加速国际化布局，后续利润率有望逐步环比修复，对应 2026 年 PE 为 14 倍；关注开润股份。

黄金珠宝：2025 年个股基本面/股价表现分化明显，2026 年继续关注强 α 标的。2025 年在金价上涨的背景下黄金珠宝公司业绩分化明显，展望 2026 年我们预计消费者持续加强对于产品设计以及品牌力的关注，具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望跑赢行业，当前推荐产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福】，当前股价对应 FY2026PE 为 15 倍；推荐【潮宏基】，当前股价对应 2026 年 PE 为 12 倍。

图表4: 重点公司估值表 (亿元, %, 倍)

	公司	评级	市值 (亿元)	2024 年股 利 支付率	归母净利润 (亿元)			PE		
					24A	25E	26E	24A	25E	26E
运 动 鞋 服	安踏体育	买入	2252.7	39%	156.0	135.9	156.5	12.7	14.6	12.7
	李宁	买入	561.4	50%	30.1	29.4	28.6	16.4	16.8	17.3
	特步国际	买入	126.8	137%	12.4	13.7	12.6	9.0	8.1	8.9
	361 度	买入	139.8	44%	11.5	13.1	14.6	10.7	9.4	8.4
	滔搏	买入	158.1	98%	22.1	12.9	12.3	6.3	10.8	11.3
休 闲 服 饰	波司登	买入	483.7	82%	30.7	35.1	37.2	13.8	12.1	11.4
	赢家时尚	买入	44.4	52%	4.7	4.0	5.0	8.3	9.8	7.7
	比音勒芬	买入	97.8	37%	7.8	6.7	7.3	12.5	14.7	13.4
	地素时尚	买入	56.7	77%	3.0	2.8	3.4	18.7	20.2	16.9
	歌力思	增持	37.0	-6%	(3.1)	1.7	2.3	-	21.3	16.2
	报喜鸟	买入	51.7	35%	4.9	3.0	3.7	10.4	17.5	13.8
	海澜之家	买入	311.2	91%	21.6	21.7	22.8	14.4	14.4	13.7
	太平鸟	买入	64.5	73%	2.6	2.2	2.9	25.0	29.6	22.0
	森马服饰	买入	143.6	83%	11.4	8.9	10.3	12.6	16.1	14.0
纺 织 制 造	稳健医疗	买入	189.5	54%	7.0	10.5	12.2	27.2	18.0	15.5
	申洲国际	买入	708.3	56%	62.4	58.3	58.4	10.0	10.7	10.7
	华利集团	买入	515.6	70%	38.4	32.1	35.7	13.4	16.1	14.4
	健盛集团	买入	44.8	55%	3.2	4.0	3.9	13.8	11.1	11.5
	伟星股份	买入	114.3	83%	7.0	6.4	7.0	16.3	17.8	16.3
	新澳股份	买入	54.6	51%	4.3	4.6	5.4	12.8	12.0	10.1
	晶苑国际	买入	173.2	70%	2.0	2.2	2.5	11.0	9.8	8.9
黄 金 珠 宝	老凤祥	买入	215.2	46%	19.5	17.6	19.4	11.0	12.3	11.1
	周大生	增持	127.2	102%	10.1	10.7	11.7	12.6	11.9	10.8
	周大福	买入	1105.9	85%	65.0	59.2	75.8	17.0	18.7	14.6
	潮宏基	增持	92.4	161%	1.9	5.0	7.5	47.7	18.6	12.4
家 纺	罗莱生活	买入	84.3	115%	4.3	5.2	5.9	19.5	16.1	14.2
	富安娜	买入	57.8	96%	5.4	3.7	4.0	10.7	15.6	14.5
	水星家纺	买入	54.9	64%	3.7	4.0	4.5	15.0	13.9	12.3

数据来源: wind, 国盛证券研究所预期

注: A 股收盘价截至 2026 年 4 月 3 日, H 股收盘价截至 2026 年 4 月 2 日。

注: 安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际、滔搏、波司登、周大福、晶苑国际、361 度、赢家时尚市值单位为亿港元, 波司登、滔搏、周大福 24A 为 23/24 财年。周大福归母净利润单位为亿港元, 晶苑国际归母净利润单位为亿美元, 汇率为 1 美元=7.84 港元, 汇率为 1 港元=0.88 人民币元。

注: 罗莱生活 2025 年盈利预测暂不考虑家具业务潜在的商誉减值风险

附表：板块公司 2025 年报披露时间表

图表5：板块公司 2025 年报披露时间表

【国盛服饰】2025年报披露时间表						
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
4月6日	4月7日	4月8日	4月9日	4月10日	4月11日	4月12日
	孚日股份		航民股份 新澳股份 华利集团	台华新材 康隆达		
4月13日	4月14日	4月15日	4月16日	4月17日	4月18日	4月19日
	华斯股份 际华集团	中胤时尚 南山智尚 金发拉比 百隆东方	太平鸟 莱绅通灵 伟星股份 *ST金一 乔治白 鲁泰A 鲁泰B	宏达高科 欣龙控股 地素时尚		*ST步森
4月20日	4月21日	4月22日	4月23日	4月24日	4月25日	4月26日
物产金轮 深中华A 深中华B 华纺股份	锦泓集团 众望布艺 恒辉安防 稳健医疗	罗莱生活 哈森股份 龙头股份 歌力思	金泰股份 联发股份 九牧王 水星家纺 戎美股份 老凤祥 瑞贝卡	真爱美家 富安娜 万里马 报喜鸟 盛泰集团 棒杰股份 爱慕股份 朗姿股份 天创时尚		梦洁股份 酷特智能 聚杰微纤 万事利 华孚时尚
4月27日	4月28日	4月29日	4月30日	5月1日	5月2日	5月3日
兴业科技 夜光明 开润股份 欣贺股份 嘉曼服饰 明牌珠宝 ST摩登 如意集团 曼卡龙 迪阿股份 ST奥康 浪莎股份 红蜻蜓 浙江自然 迎丰股份 华茂股份 雅戈尔 江南高纤 牧高笛 得兴股份	安奈儿 萃华珠宝 莱百股份 三夫户外 周大生 安正时尚 探路者 华生科技 比音勒芬 洪兴股份 ST雪发 中国黄金 扬州金泉	红豆股份 美邦服饰 ST尔雅 嘉麟杰 新华锦 ST起步				

资料来源：Wind，国盛证券研究所，该日期为实际披露日期，标红为国盛证券纺织服装团队重点覆盖公司

附表：板块公司 2026 年一季报披露时间表

图表6：板块公司 2026 年一季报披露时间表

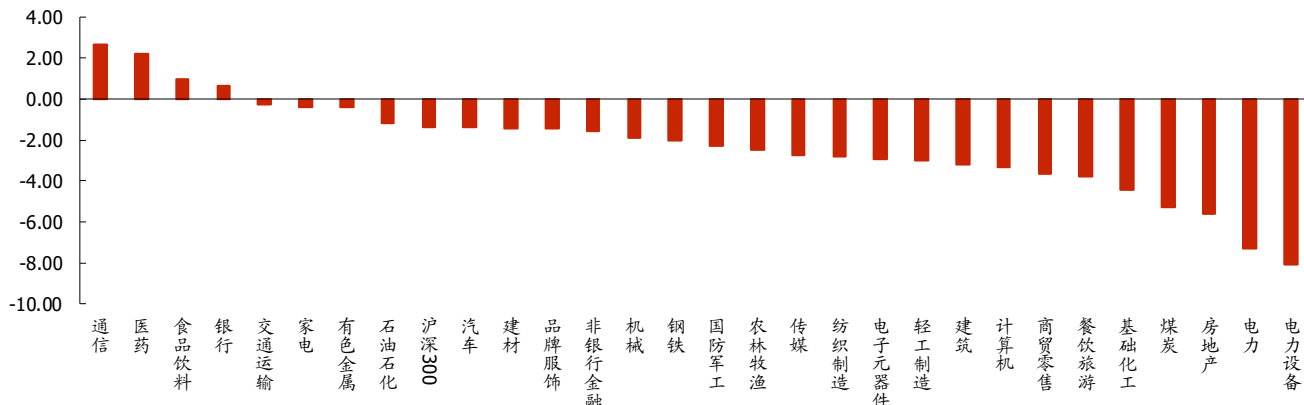
【国盛服饰】2026年一季报披露时间表						
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
4月13日	4月14日	4月15日	4月16日	4月17日	4月18日	4月19日
	孚日股份 际华集团		太平鸟			
4月20日	4月21日	4月22日	4月23日	4月24日	4月25日	4月26日
太湖雪 物产金轮	凤竹纺织 新澳股份 众望布艺 德健医疗	中胤时尚 罗莱生活 哈森股份	航民股份 南山智尚 欣龙控股 金春股份 联发股份 九牧王 水星家纺 戎美股份 老凤祥 瑞贝卡	飞亚达 飞亚达B 七匹狼 真爱美家 富安娜 万里马 报喜鸟 盛泰集团 爱慕股份 天创时尚		泰慕士 金发拉比 宏达高科 *ST步森 恒辉安防 梦洁股份 酷特智能 聚杰微纤 华孚时尚
4月27日	4月28日	4月29日	4月30日	5月1日	5月2日	5月3日
嘉欣丝绸 日播时尚 华升股份 锦泓集团 百隆东方 伟星股份 万事利 兴业科技 夜光明 开润股份 欣贺股份 嘉曼服饰 明牌珠宝 曼卡龙 迪阿股份 ST奥康 红蜻蜓 浙江自然 迎丰股份 华茂股份 牧高笛 浔兴股份	浙文影业 森马服饰 华利集团 乔治白 地素时尚 安奈儿 深中华A 深中华B 龙头股份 棒杰股份 朗姿股份 如意集团 萃华珠宝 莱百股份 三夫户外 周大生 安正时尚 探路者 华生科技 比音勒芬 洪兴股份 ST雷发 中国黄金 扬州金泉	健盛集团 海澜之家 富春染织 汇洁股份 台华新材 康隆达 华斯股份 莱绅通灵 *ST金一 鲁泰A 鲁泰B 潮宏基 云中马 华纺股份 歌力思 ST摩登 浪莎股份 雅戈尔 江南高纤 红豆股份 美邦服饰 ST尔雅 嘉麟杰 新华锦 ST起步				

资料来源：Wind，国盛证券研究所，该日期为实际披露日期，标红为国盛证券纺织服装团队重点覆盖公司

3. 本周行情：纺织服饰板块跑输大盘

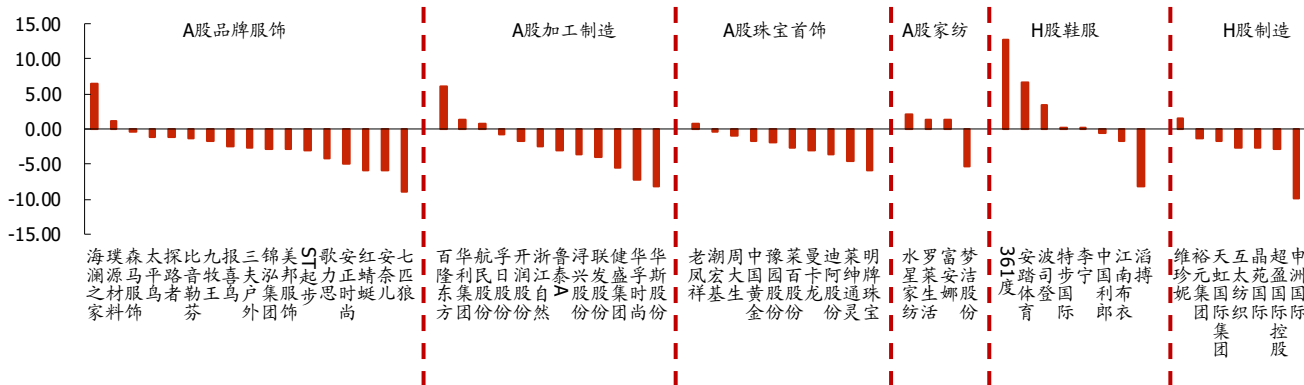
板块跟踪：沪深 300 指数-1.37%，纺织制造板块-2.81%，品牌服饰板块-1.43%。
按标的来看，A 股周涨跌幅前三分别为海澜之家（+6.4%）、百隆东方（+6.04%）、水星家纺（+2.1%），A 股周涨跌幅后三分别为七匹狼（-8.98%）、华斯股份（-8.1%）、华孚时尚（-7.24%），H 股周涨跌幅前三分别为 361 度（+12.67%）、安踏体育（+6.55%）、波司登（+3.5%），H 股周涨跌幅后三分别为申洲国际（-9.82%）、滔搏（-8.27%）、超盈国际控股（-2.86%）。

图表7: A 股板块行情 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：A 股涨跌幅区间为 2026 年 3 月 30 日至 2026 年 4 月 3 日，图表单位均为 %。

图表8: 纺服标的的行情 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：A 股涨跌幅区间为 2026 年 3 月 30 日至 2026 年 4 月 3 日，H 股涨跌幅区间为 2026 年 3 月 30 日至 2026 年 4 月 2 日，图表单位均为 %。

4. 近期报告

4.1 运动鞋服：2025 年稳健增长，长期赛道投资价值高

2025 年回顾：基本面稳健增长，库存管理持续优化。2025 年安踏体育营收/剔除 2024 年一次性利得后归母净利润同比分别+13.3%/+13.9%至 802.2 亿元/135.9 亿元，李宁营收/归母净利润同比分别+3.2%/-2.6%至 296.0 亿元/29.4 亿元，特步国际营收/归母净利润同比分别+4.2%/+10.8%至 141.5 亿元/13.7 亿元，361 度营收/归母净利润同比分别+10.6%/+14.0%至 111.5 亿元/13.1 亿元，板块公司整体表现稳健。从库存层面来看，我们判断截至 2025 年末各运动品牌渠道库销比基本在 4-5 个月左右，渠道库存质量健康。

从估值层面来看，目前板块整体估值水平仍处于过去 2-3 年中枢位置，安踏体育/李宁/特步国际/361 度对应 2026 年 PE 分别为 12x/17x/9x/8x，2026 年以来随着国家政策的持续刺激以及居民消费信心回升，板块估值仍有上升空间。

运营趋势分析：板块公司着力于产品力提升、渠道端运营改善、营销推广抢占消费者心智。

1) 产品端：各品牌以跑步产品为核心，依托前沿科技平台推动产品迭代，李宁 2025 年推出中底科技“超䨻胶囊”，特步推出 160X 7.0 系列助力运动员打破国家纪录；在跑步产品之外，品牌公司继续完善户外产品矩阵，拓宽增长动能。

2) 渠道端：在门店数量稳定的基础上（截至 2025 年末安踏/Fila/李宁/特步/361 度门店数量为 9855/2040/7609/7845/9011 家），各品牌推动差异化业态创新与单店运营效率提升，安踏竞技场旗舰店月均店效超 300 万，361 度全国累计落成 127 家超品店，李宁探索龙店新店型，特步国际强化奥莱渠道布局。

3) 营销端：各公司立足核心运动品类深化赛事资源布局，同时重视品牌层面的大赛营销，李宁赞助中国奥委会有望持续提升品牌影响力，安踏为国家队提供专业装备，为品牌科技属性背书，361 度连续蝉联亚运会赞助合作伙伴，为海外业务扩张奠定基础，特步国际继续发力跑步赛道，巩固竞争护城河。

展望 2026 年：板块需求韧性仍在，标的公司提质增效。核心逻辑一方面在于居民消费信心处于逐步复苏阶段，政策持续刺激效果有望逐步显现；另一方面随着运动群体扩大，消费者对功能性服饰的偏好有望延续。综合考虑基数因素及消费复苏节奏，我们预计 2026 年增速或呈现前低后高的趋势。从业绩层面来看，不考虑一次性利得因素当前我们预计安踏体育 2026 年归母净利润增长 3%至 140.53 亿元，预计李宁 2026 年归母净利润下降 2.7%至 28.6 亿元，预计特步国际 2026 年归母净利润下降 8.1%至 12.6 亿元，预计 361 度 2026 年归母净利润增长 11.1%至 14.6 亿元。

盈利预测与投资建议：2026 年以来随着公司推进春节假期营销和产品上新，我们判断 Q1 整体表现保持稳健增长态势。推荐奥运周期有望迎来品牌力提升的【李宁】，当前股价对应 2026 年 PE 为 17 倍；推荐集团化运营能力卓越的运动鞋服板块优质标的【安踏体育】，当前股价对应 2026 年 PE 为 13 倍；关注特步国际、361 度。

风险提示：消费环境波动风险，门店扩张不及预期，电商业务建设不及预期。

4.2 申洲国际-点评：行业环境扰动业绩，期待 2026 年效率回升

2025 年公司收入 309.9 亿元/归母净利润 58.3 亿元，同比分别+8%/-7%。1) 公司发布业绩公告，2025 年实现主营收入 309.9 亿元 (+8.1%)，其中 H1 同比+15.3%，H2 同比+2.2%；归母净利润 58.3 亿元 (-6.7%)，其中 H1 同比+8.4%，H2 同比-20.0% (扣除一次性处置使用权资产项目收益影响后同比-9.8%)。2) 量价拆分：我们根据行业及公司业务情况估计 2025 年公司销量增长 9%/人民币单价略有下降。3) 2025 年合计派息每股 2.58 港元 (上一年同期 2.53 港元)，派息比例 60.9%，以 2026/3/30 收盘价计算的股息率约为 5.4%。

盈利质量：毛利率低于预期，主要系人力成本、关税、汇率等多方面因素影响。从盈利能力层面来看：2025 年毛利率为 26.3% (-1.8pct)，其中 H1 为 27.1%，H2 为 25.6%。我们判断毛利率较弱 (尤其是 2025H2) 主要系人力成本上涨、公司为客户分摊美国市场部分进口关税、人民币升值等因素影响；销售/管理费用率同比分别-0.2pct/持平至 0.8%/6.8%；期间利10.95 亿元 (上一年同期 10.76 亿元)，处置使用权资产项目之收益 0 亿元 (上一年同期 3.73 亿元)，汇兑亏损 2.56 亿元 (上一年同期为汇兑收益 1.06 亿元)，政府补助 3.28 亿元 (上一年同期 1.51 亿元)；综合以上，2025 年归母净利率为 18.8% (-3.0pct)。

休闲品类快速增长，国内市场订单弱于欧美。1) 分拆客户来看：公司深度合作 Uniqlo、Nike、Adidas 等国际头部品牌客户，2025 年前三大客户实现销售分别为 90.8/75.3/64.3 亿元，同比分别+14%/+2%/+29%，占比分别为 29%/24%/21%；其他客户实现销售 79.5 亿元，同比-4%，占比 26%。我们根据客户自身经营情况判断其中公司销向 Adidas、Uniqlo 品牌等客户订单快速增长、销向 Nike 客户订单稳健增长。2) 分拆品类来看：2025 年运动/休闲/内衣/其他品类销售分别为 209.7/84.1/14.0/2.1 亿元，同比分别+6%/+17%/-2%/-3%，占比分别 68%/27%/5%/1%。3) 分拆地区来看：2025 年公司销往欧洲/美国/日本/其他海外地区/国内销售分别为 62.6/55.8/51.4/66.2/73.9 亿元，同比分别+21%/+21%/+6%/+11%/-8%，占比分别 20%/18%/17%/21%/24%。

强化一体化国际产业链优势，期待 2026 年效率提升。2025 年公司稳步推进产能规模扩张，我们估计 2026 年产量有望增长中单位数。分地区来看：1) 海外基地员工人数进一步增加，中长期预计未来海外产能贡献占比将持续提升 (目前估计已超过 50%)，匹配国际市场业务需求：越南西宁省面料工厂 2025 年末已完成主体土建及部分设备安装 (对应规划产能 200 吨/天)，有望缓解海外产业链上游配套紧张的局面；柬埔寨金边新成衣工厂 2025 年 3 月开始投产 (截至 2025 年末招聘员工约 5400 人，规划人员总规模 6000 名)，生产效率已达 85%，未来有望进一步释放产能增量。2) 国内工厂继续推进升级改造，产能主供中国+亚洲海外市场，强化数字化建设，未来将继续以研发、效率、速度为核心竞争优势：2025 年内宁波基地新织布工厂已建成、宁波制衣工厂完成全面维修翻新、安徽制衣工厂正在进行自动化改造 (一期土建即将竣工)，后续有望持续实现减员增效。

2026 年收入有望稳健增长。1) 收入方面：考虑公司业务基数及近期趋势，我们判断 2026Q1 以来出货表现符合预期。展望 2026 全年，在新客户合作推进、老客户份额提升、次新产能效率释放的共同带动下，我们估计公司收入有望稳健增长中单位数。2) 利润方面：我们判断原材料价格及汇率波动或短期影响利润率表现，期待后续逐步修复。

投资建议。公司是全球领先的纵向一体化成衣制造商，长期产能扩张、效率提升、竞争力增强。我们预计 2026~2028 年公司归母净利润分别为 58.4/63.8/70.5 亿元，现价对应 2026 年 PE 为 11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求波动风险；产能扩张不及预期风险；大客户订单波动风险；外汇波动风险。

4.3 森马服饰-点评：业绩符合预期，高分红具备吸引力

2025 年公司收入同比+3%/归母净利润同比-22%，我们判断业绩符合预期。1) 2025 年全年公司收入为 150.9 亿元，同比+3%；归母净利润为 8.9 亿元，同比-22%；扣非归母净利润为 8.4 亿元，同比-22%。2) 盈利质量：2025 年公司毛利率同比+1.3pct 至 45.1%（我们判断公司终端折扣管理良好）；销售/管理/财务费用率同比分别+2.4/-0.1/+0.3pct 至 28.1%/4%/-0.6%（我们根据业务判断销售费用率增加主要系直营开店带来相关渠道刚性费用增加、线上投流费用增加）；资产减值损失 4.5 亿元（上一年同期 2.9 亿元）；综合以上，2025 年净利率同比-1.9pct 至 5.8%。3) 公司全年拟分红合计 8.08 亿元，股利支付率高达 91%，股息率达 5.5%（2026/3/31 收盘价计算）。

2025Q4 公司收入同比持平/归母净利润同比-7%。1) 2025Q4 公司收入为 52.5 亿元，同比持平；归母净利润为 3.6 亿元，同比-7%；扣非归母净利润为 3.3 亿元，同比-6%。2) 盈利质量：2025Q4 公司毛利率同比+3.0pct 至 45.1%；销售/管理/财务费用率同比分别+0.8/+0.4/-1.3pct 至 27.7%/3.0%/-1.5%；资产减值损失 2.1 亿元（上一年同期 0.7 亿元）；综合以上，2025Q4 公司净利率同比-0.6pct 至 6.7%。

童装规模稳健增长，成人服饰盈利表现优化。分业务来看：1) 童装业务：2025 年业务收入同比+5%至 108.0 亿元，毛利率同比-0.6pct 至 46.8%，期末门店共 5255 家（较年初新开 743 家，关闭 1002 家，净关 259 家），公司童装业务坚持“大店战略”，全面推进渠道体验升级，在开店、关店中调整优化渠道结构，我们判断 2026 年有望趋势继续并进入净开店阶段。2) 成人休闲服饰业务：2025 年业务收入同比-3%至 40.5 亿元，毛利率同比+5.0pct 至 40.5%，期末门店共 2676 家（较年初新开 318 家，关闭 453 家，净关 135 家），公司梳理森马品牌定位，强化店铺形象一致性，提升产品品质感，核心心智产品森柔牛仔、森柔棉、舒服裤等获得消费市场欢迎。

直营店数及收入持续增长，加盟规模收缩。1) 电商：销售稳健增长，我们判断线上业务产品结构持续优化。2025 年线上销售同比增长 5%至 69.7 亿元，毛利率同比+0.5pct 至 45.8%。2) 线下：2025 年公司线下直营/加盟/联营渠道收入分别 20.2/57.7/1.0 亿元，同比分别+30%/-5%/-40%，毛利率分别-0.2/+0.4/+2.0pct 至 65.9%/36.6%/62.3%，店数分别较年初+48/-388/-54 家至 1028/6872/31 家。公司坚定零售改革的战略方向，提升商品、服务、门店体验，持续新开优质店铺、出清低效门店，我们判断中长期品牌及管理效率的提升有望持续贡献店效增长。

现金流管理良好，存货表现正常。营运方面，公司 2025 年末存货同比-8.7%至 31.8 亿元，存货周转天数+8.3 天至 144.7 天，应收账款周转天数+0.7 天至 36.9 天，全年经营性现金流量净额 17.3 亿元（约为同期归母净利润的 1.9 倍）。

期待中长期稳健增长。根据行业情况我们判断 2026Q1 公司流水端稳健快速增长。综合考虑全年业务渠道规划及费用投入情况，我们估计 2026 年公司收入有望增长高单位数/归母净利润增速预计快于收入。

投资建议。公司是大众服饰及童装龙头，我们预计 2026~2028 年归母净利润为 10.3/11.4/12.6 亿元，对应 2026 年 PE 为 14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；森马品牌业务改革不及预期；渠道扩张不及预期；海外业务拓展不及预期。

5. 重点公司近期公告

嘉欣丝绸：公司发布 **2025 年年报**。公司 2025 年实现营收 47.5 亿元，同比+4.1%，毛利率同比+0.2pcts 至 12.6%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比+12.0%。公司 2025Q4 实现营收 11.2 亿元，同比+16.4%，毛利率同比+1.3pcts 至 13.9%，实现归母净利润 0.3 亿元，同比+215.2%。

富春染织：公司发布 **2025 年年报**。公司 2025 年实现营收 34.1 亿元，同比+11.9%，毛利率同比-2.5pcts 至 9.8%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比-39.2%。公司 2025Q4 实现营收 10.0 亿元，同比+17.0%，毛利率同比+2.6pcts 至 11.3%，实现归母净利润 0.5 亿元，同比+138.5%。

6. 本周行业要闻

从成都到扬州，解码 ASICS 亚瑟士在华本土化之道。3 月 22 日，成都世遗马拉松鸣枪开跑。总计 3.5 万名跑者在汇集都江堰、青城山和四川大熊猫栖息地的“三遗之城”赛道上肆意奔跑，感受自得其道的运动乐趣。最终，祁连生收获男子全马冠军，杨新云荣膺女子组全马冠军。ASICS 亚瑟士签约运动员温都日呼获得男子半马亚军。（数据来源：体育大生意）

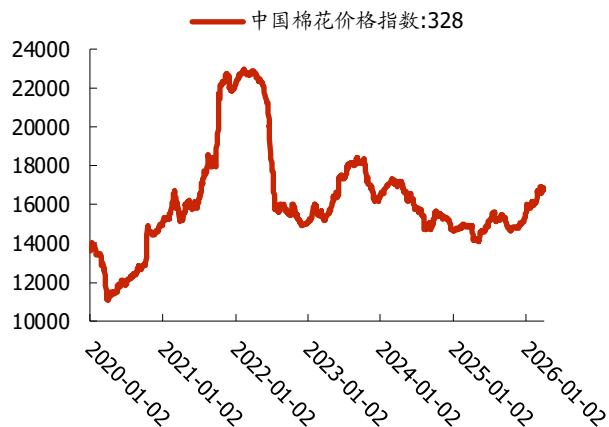
李宁重磅签约 NBA 球星“小科比”克里斯蒂加盟韦德之队。近日，李宁正式官宣签约 NBA 独行侠后卫马克斯·克里斯蒂，这位素有“小科比”之称的新星将加入韦德之队，出任系列代言人。克里斯蒂因球风、身形神似科比收获球迷昵称，本赛季转战独行侠后表现亮眼，场均斩获 13.3 分 3.5 篮板 2.2 助攻，三分命中率 45.5% 跻身联盟前列，已是联盟优质 3D 新星。（数据来源：体育大生意）

阿迪达斯发布 2026 “苏超”比赛服，用匠心致敬江苏十三城。3 月 31 日，2026 江苏省城市足球联赛（以下简称“苏超”）新赛季球衣发布会在江苏省南京市举行。阿迪达斯以一城一衣的匠心巧思，共赴这场属于江苏足球的焕新之约。发布会上，由阿迪达斯上海创意中心（CCS）专属设计团队倾力设计，并与球队所属各地相关部门、各支球队深度共创的 2026 江苏省城市足球联赛十三队主客场比赛服正式亮相，球迷助威服及与 2026 年世界杯同款的联赛官方比赛用球同步揭晓。阿迪达斯以全球顶尖的足球资源与专业能力，深度赋能大众足球赛事，助力中国体育事业高质量发展，让更多人共享足球带来的快乐。（数据来源：体育大生意）

7. 本周原材料走势

截至 2026/03/31 末国棉 237 价格同比+15%至 25960 元/吨，截至 2026/04/03 末长绒棉 328 价格同比+13%至 16754 元/吨。截至 2026/04/03 末内棉价格高于人民币计价的外棉价格 2560 元/吨。

图表9: 中国棉花价格指数 328 走势 (元/吨)



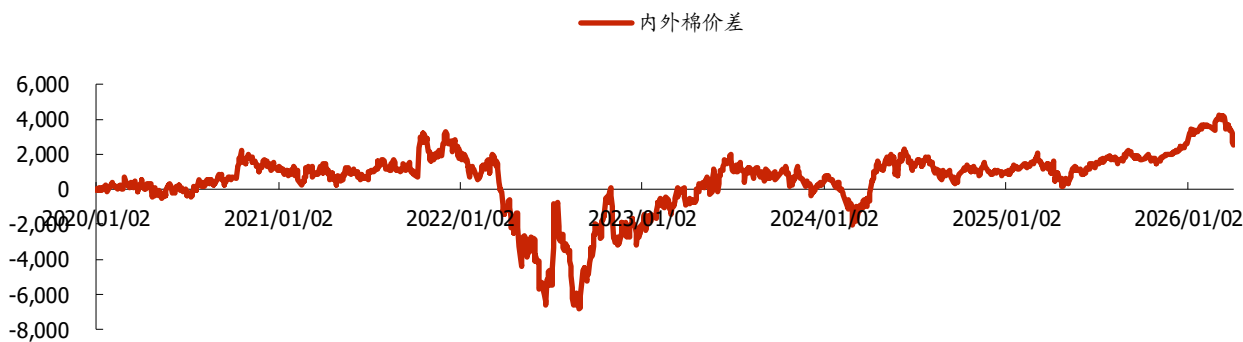
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 中国棉花价格指数 237 走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 内外棉价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

8. 风险提示

消费力疲软及消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对各公司终端流水造成影响。

门店扩张不及预期。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

电商业务建设不及预期。目前电商业务在各个品牌公司中的收入占比较高，为了谋求稳健增长，公司加强各个平台间的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司收入业绩表现造成影响。

管理层团队优化不及预期。为了推进公司各项业务的发展，部分公司持续对管理团队进行优化调整，该事项或将对利润造成负面影响。

汇率波动风险。部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对公司财务表现造成影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com